

個人投資家のためのわかりやすいカンパニーレポート No.666

東京海上ホールディングス (8766) 売買単位 100株

2015年8月24日
東海東京調査センター
投資調査部 川又 信之

連結	経常収益	正味収入保険料	経常利益	純利益	一株当たり 利益 配当	株価 (8/21時点)	4,802.0円
14/3	41,661 (8%)	28,707 (12%)	2,743 (32%)	1,841 (42%)	240.0 70.0	PER(16/3期予)	14.6 倍
15/3	43,279 (4%)	31,276 (9%)	3,581 (31%)	2,474 (34%)	324.0 95.0	" (17/3期予)	12.9 倍
16/3予	42,643 (-1%)	31,664 (1%)	3,694 (3%)	2,477 (0%)	328.3 105.0	PBR(15/3期実績)	1.01 倍
17/3予	46,310 (9%)	35,205 (11%)	4,178 (13%)	2,809 (13%)	372.4 115.0	ROE(15/3期実績)	7.9 %

注) 予想は東海東京調査センター(摩島 竜生) 一株当たり利益は15/3期末発行済株式数(自己株除く)で算出

(単位: 億円、%、円)

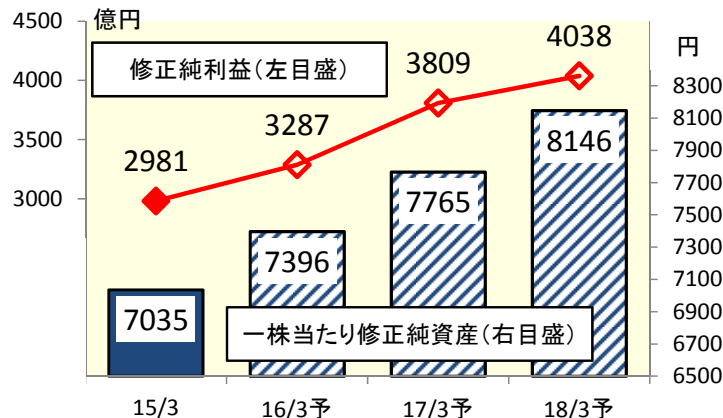
- 大型買収で中期経営計画の目標達成を見込む
- 16/3、17/3 期の修正純利益は 2 ケタ成長を予想
- 株価は出直り、6,600円程度を目指し、水準を切り上げよう

■大型買収で中期経営計画の目標達成を見込む

国内損保大手。国内の損害保険市場編が進んでおり、同社を含む4つのグループにはば集約。その中で、同社は、中核となる東京海上日動火災を中心に損害保険・生命保険会社を有している。

16/3 期から 18/3 期までの中期経営計画の数値目標として、**修正 ROE**(修正純利益(*1)÷修正純資産(*2))**19%程度**(15/3 期実績 7.6%)、**修正純利益 3,500~4,000 億円**(同 2,981 億円)を掲げる。達成に向けて、6 月に米保険会社の買収を発表(後述)。当調査センターは、この買収により 18/3 期の修正純利益を 4,038 億円と予想、上記利益目標は達成するとみる(図表1)。

図表 1 : 修正純利益と一株当たり修正純資産



出所: 会社資料より東海東京調査センター作成 予想は東海東京調査センター

*1 修正純利益: 純利益に資本性準備金の繰入額を加え、のれん償却費など除外したもの。同社が経営指標とする管理会計上の数値。
*2 修正純資産: 純資産に保険会社特有の会計基準により資産に計上されない利益留保性準備金と生保子会社の企業価値を加えたもの。

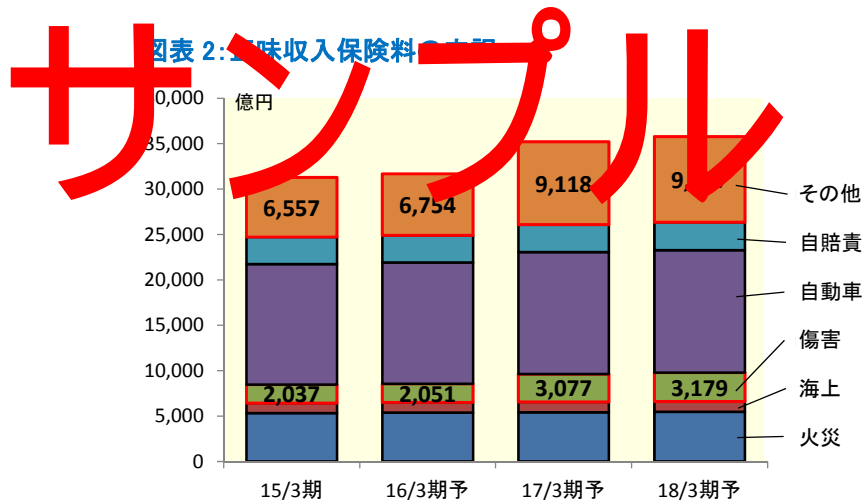
このレポートの取り扱いに関する重要事項は末尾の注意事項をご覧ください。

■16/3、17/3 期の修正純利益は 2 ケタ成長を予想

買収手続き開始を発表した米 HCC インシュアランス・ホールディングス(以下 HCC 社)は、主に一般の保険ではカバーされない特定リスクを対象とする保険会社。医療・傷害保険や会社役員賠償責任保険などに強い。

HCC 社の直前期の純利益は 458 百万米ドル(1ドル=125 円換算で約 572 億円)で、過去 10 年間の年平均利益成長率は 11%。保険会社の収益力を表す平均合算比率[(支払保険金+経費)÷保険料。100%で収支トントン、100%を下回るほど高収益率]は過去 10 年平均で 86%と高い。つまり、成長性と収益性と安定性を備えた優良企業。扱う保険の特殊性もあり、一般的な損害保険の料率変動の影響を受けにくく、大規模自然災害によるリスクも限定的だ。買収金額は諸費用含め約 7,530 百万米ドル(約 9,413 億円)で 100%子会社化の予定。

同社の寄与により、正味収入保険料では 17/3 期に傷害保険、その他が大幅に伸びると見ている(図表 2)。修正純利益ではのれん償却費を控除するため、17/3 期以降、利益寄与が見込まれる。



出所: 会社資料より東海東京調査センター作成 予想は東海東京調査センター

当調査センターは 16/3 期の純利益を前期比横ばいとみる。前期に発生した連結調整における減益要因がなくなるが、自然災害の発生増加による保険金支払い増加を見込むため。

会社が重視する修正純利益は、16/3 期は同 10%増の 3,287 億円を予想。会計面の増減要因が主因。

17/3 期の修正純利益も同 16%増の 3,809 億円と 2 ケタ増益持続を見込む。米 HCC 社の寄与など海外グループ会社の成長により、中期的にも利益増勢が続くとみる。

■ 株価は出直り、6,600円程度を目指し、水準を切り上げよう

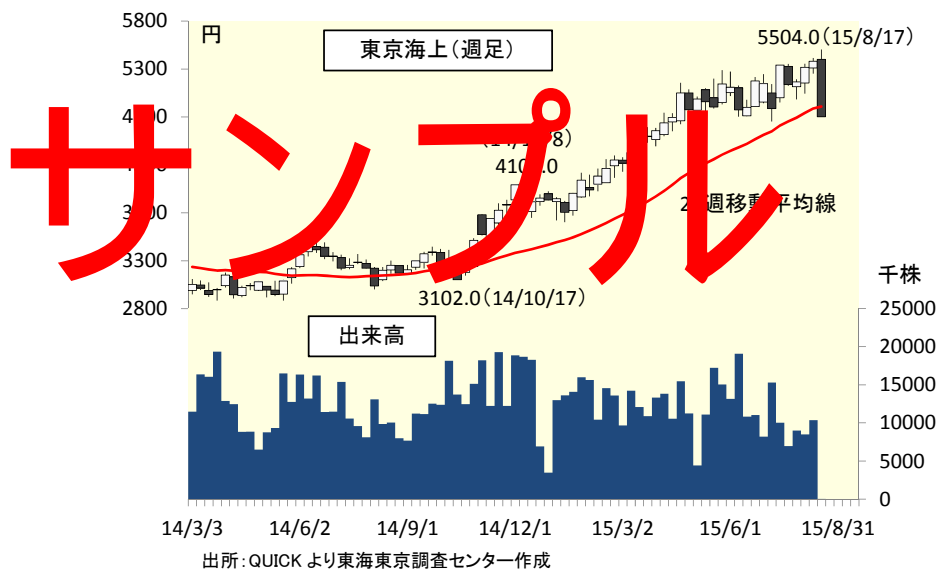
株価は当調査センターが推定する16/3期修正1株当たり純資産(修正BPS:修正純資産÷自己株式を除く発行済株式数=7,396円)に基づく修正PBRで見ると、0.6倍と割安。

業績の堅調さから、同修正PBR0.9倍に当たる6,600円(≒16/3期予想修正BPS7,396円×0.9倍)程度を目指し、株価は水準を切り上げると考える。

修正PBR0.9倍を採用したのは、同社の修正純資産は株式含み益が相当部分を占めるため、株価変動リスクを考慮した。

足元の株価は中国景気の不透明感などによる日本株市場の下げを背景に26週移動平均線近辺まで調整しているが、業績見通しの堅調さから、出直り、割安感の修正に向かうと考える。

図表 3: 株価(週足)と出来高



【レーティングの定義】

投資判断の定義	
Outperform	今後 6 ヶ月間における投資成果が TOPIX に対して 15%以上上回るとアナリストが予想
Neutral	今後 6 ヶ月間における投資成果が TOPIX に対して ±15%未満とアナリストが予想
Underperform	今後 6 ヶ月間における投資成果が TOPIX に対して 15%以上下回るとアナリストが予想
NR	レーティング、目標株価を付与せず

【レポート利用に関する注意事項】

このレポートは、東海東京調査センター（以下「弊社」）が作成し、弊社の許諾を受けた証券会社、及び情報提供会社等から直接提供する形でのみ配布いたしております。提供されたお客様限りでご利用ください。このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、弊社は、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された内容は、作成日におけるものであり、予告なく変わる場合があります。このレポートの一切の権利は弊社に帰属しており、いかなる目的であれ、無断で複製又は転送等を行わないようお願いいたします。

レーティングの表記は、TOPIX に対して Outperform、Neutral、Underperform の 3段階で区分表記しています。また、レーティングが無い場合は「NR」と表記しています。対象期間は、投資評価が付与された日を起点として、6ヶ月程度を想定しております。アナリストがレポートにおいて企業の目標株価に言及した場合、その目標株価はアナリストによる当該企業の業績予想に基づくもので、期間は 6 ヶ月程度を想定しております。実際の株価は、当該企業の業績動向や、当該企業に関わる市場や経済環境などのリスク要因により、目標株価に達しない可能性があります。

このレポートで述べられている見解は、当該証券又は発行会社に関する執筆者の意見を正確に反映したものです。執筆者の過去、現在そして将来の報酬のいかなる部分も、直接、間接を問わず、このレポートの投資判断や記述内容に関連するものではありません。

弊社は、このレポートを含め、経済・金融・証券等に関する各種情報を作成し、東海東京証券に提供することを主たる事業内容としており、弊社の収入は主に東海東京証券から得ております。

【金融商品取引法に基づく留意事項】

このレポートは、東海東京調査センターが作成し、東海東京証券株式会社が許諾を受けて提供いたしております。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

金融商品取引法に基づきお客様にご留意いただきたい事項を以下に記載させていただきます

東海東京証券の概要

商号等：東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長(金商)第140号
 加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

リスクについて

- ◎ 国内外の金融商品取引所に上場されている有価証券(上場有価証券等)の売買等にあたっては、株式相場、債券相場の変動や、投資信託、投資証券、受益証券発行信託の受益証券等の裏付けとなっている株式、債券、投資信託、不動産、商品等(裏付け資産)の価格や評価額の変動に伴い、上場有価証券等の価格等が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 上場有価証券等の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合や、裏付け資産の発行者等の業務や財産の状況等に変化が生じた場合、上場有価証券等の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ◎ 新株予約権、取得請求権等が付された上場有価証券等については、これらの権利を行使できる期間に制限がありますのでご注意ください。
- ◎ 上場有価証券等が外国証券である場合、為替相場(円貨と外貨の交換比率)が変化することにより、為替相場が円高になる過程では外国証券を円貨換算した価値は下落し、逆に円安になる過程では外国証券を円貨換算した価値は上昇することになります。したがって、為替相場の状況によっては為替差損が生じるおそれがあります。
- ※ 裏付け資産が、投資信託、投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等である場合には、その最終的な裏付け資産を含みます。
- ※ 新規公開株式、新規公開の投資証券及び非上場債券等についても、上記と同様のリスクがあります。

手数料等諸費用について

I 国内の金融商品取引所に上場されている有価証券等

国内の取引所金融商品市場における上場有価証券等の売買等についてお支払いいただく委託手数料等は、次の通りです。

(1) 国内の金融商品取引所に上場されている株券等(新株予約権付社債券を除く。)

委託手数料の上限は、約定代金の1.242%(税込)になります。

(2) 国内の金融商品取引所に上場されている新株予約権付社債券等

委託手数料の上限は、約定代金の1.08%(税込)になります。

※上記金額が2,700円(税込)に満たない場合には、2,700円(税込)になります。

II 外国金融商品市場等に上場されている株券等

外国株券等(外国の預託証券、投資信託等を含みます。)の取引には、国内の取引所金融商品市場における外国株券等の売買等のほか、外国金融商品市場等における委託取引と国内店頭取引の2通りの方法があります。

(1) 外国金融商品市場等における委託取引

① 国内取次ぎ手数料

国内取次ぎ手数料が約定代金に対して掛ります。

当該手数料の上限は、約定代金の1.404%(税込)になります。

② 外国金融商品市場等における委託手数料等

外国株券等の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における委託手数料及び公租公課その他の諸費用が発生します。当該諸費用は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、本書面上その金額等をあらかじめ記載することはできません。

(2) 国内店頭取引

お客様に提示する売り・買い参考価格は、直近の外国金融商品市場等における取引価格等を基準に合理的かつ適正な方法で算出した社内価格を仲値として、仲値と売り・買い参考価格との差がそれぞれ原則として2.75%(手数料相当額)となるように設定したものです。当該参考価格には手数料相当額が含まれているため、別途手数料は頂戴いたしません。

※ 外国株券等の売買等にあたり、円貨と外貨を交換する際の為替レートは、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものといたします。

III その他

募集、売出し又は相対取引の場合は、購入対価をお支払いいただきます。また、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。